

VU Research Portal

De beursgang van Nederlandse ondernemingen

van den Assem, M.J.; Muurmans, M.T.P.M.; de Boer, E.R.

published in

FamilieBedrijf
1999

document version

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

van den Assem, M. J., Muurmans, M. T. P. M., & de Boer, E. R. (1999). De beursgang van Nederlandse ondernemingen. *FamilieBedrijf*, juni/juli, 44-45.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

De beursgang van Nederlandse ondernemingen

Medio 1998 heeft Ernst & Young onderzoek gedaan naar de ervaringen van Nederlandse ondernemingen die in de periode januari 1990 tot juli 1998 naar de beurs zijn gegaan. Door middel van diepte-interviews met functionarissen van dertig ondernemingen is een goed beeld ontstaan van de praktijk van de beursgang in Nederland. Tijdens de interviews is gevraagd naar de motieven en de voor- en de nadelen van een beursgang. Voorts is ingegaan op de voorbereidingsperiode en het proces van beursgang zelf. Eveneens is de rol die de leadmanager en de overige adviseurs spelen aan bod gekomen. In dit artikel komen de belangrijkste bevindingen van het onderzoek aan bod.

DOOR

M.J. VAN DEN

ASSEM,

E.R. DE BOER RA

MBA,

DRS. M.T.P.M.

MUURMANS, ERNST &

YOUNG CORPORATE

FINANCE BV,

AMSTERDAM

Motieven

Uit het onderzoek is duidelijk gebleken dat een beursgang voornamelijk plaats vindt op basis van financieringsmotieven. Daarnaast blijken niet-financiële voordelen als naamsbekendheid, status en tastbaarheid van optieregelingen een steeds belangrijker motief te zijn om naar de beurs te gaan. Het herplaatsingsmotief is eveneens een niet te verwaarlozen motief, daar bijna driekwart van de introducties voornamelijk uit herplaatste aandelen bestond.

Voordelen

Uit het onderzoek is duidelijk naar voren gekomen dat een beursgang vaak leidt tot een belangrijke vergroting van de naamsbekendheid en de status van de onderneming. Zoals verwacht, profiteren kleinere ondernemingen hier meer van dan grotere. Een ander veel gehoord voordeel is de tastbaarheid van optieregelingen. Vooral ondernemingen die te maken hebben met krapte op de arbeidsmarkt beschouwen de transparante waardering van de onderliggende aandelen als voordelig. Door deze transparantie worden optieregelingen een belangrijker instrument voor het aantrekken en behouden van personeel. Dat een beursgang een stimulerende werking heeft op het personeel werd niet door alle ondernemingen vooraf onderkend. De regelmatig geconstateerde verhoogde betrokkenheid en prestatiegerichtheid van werknemers is dan ook door onderne-

mers als belangrijke bonus ervaren. De beursgang heeft bij veel ondernemingen (onbewust) geleid tot een verbetering van interne besluitvormingsprocessen en vastlegging van verantwoordelijkheden.

Nadelen

De kosten die verbonden zijn aan een beursgang vormen het meest negatief beoordeelde aspect. Volgens vrijwel alle geïnterviewden wegen de gemaakte kosten zeker op tegen de opbrengsten en voordelen die men uiteindelijk heeft van de introductie. Opvallend is dat de vooraf als nadelig veronderstelde zwaardere verslaggevings-eisen door veel ondernemingen juist als een voordeel worden beschouwd. De reden hiervoor is dat een uitgebreider verslaggevingssysteem bij hen tot een betere informatievoorziening heeft geleid, waardoor de onderneming effectiever te besturen is. De rapportageplicht leidt vaak ook tot een grotere openheid, het zogenaamde glazen huis-effect. Hier heeft men over het algemeen geen moeite mee. De ondernemingsleiding is weliswaar veel tijd kwijt aan investor relations-activiteiten, maar ervaart dit niet als nadelig. De beperking in de verspreiding van bepaalde informatie vanwege koersgevoeligheid wordt vaak wel als negatief ervaren.

De druk van externe aandeelhouders om op korte termijn tot goede prestaties te komen, heeft volgens de geïnterviewden geen invloed op de besluitvorming van het management. De vermeende beperking in de zeggenschap wordt niet of nau-

welijks als een nadeel gezien. Soms heeft men juist meer vrijheden gekregen. Managere hebben geen moeite met het aangaan van een blijfplicht ten aanzien van de onderneming. Tevens voelen zij zich door hun meer publieke functie over het algemeen niet aangetast in hun privacy.

Ter relativering: de hoge waardering van alle voordelen viel enigszins te verwachten, omdat een aantal hiervan immers tot een beursintroductie heeft geleid. Hetzelfde geldt voor de genoemde nadelen. Indien bepaalde nadelen zwaar hadden gewogen, was de beslissing om naar de beurs te gaan waarschijnlijk nooit genomen.

Voorbereidingsfase

In meer dan de helft van de gevallen kwamen de eerste ideeën over een beursgang van de ondernemingsleiding. Het is opmerkelijk dat bijna de helft van de onderzochte ondernemingen een onderhandse plaatsing of volledige verkoop aan een strategische of financiële partij niet of nauwelijks als een serieus alternatief heeft beschouwd, te meer daar men over het algemeen wel behoefte blijkt te hebben aan aanvullende informatie over een mogelijke beursgang. De eerste contacten over het onderwerp beursgang heeft men meestal met een bank (huishank of emissiebank) of met een bestaande adviseur. Voordat de onderneming het definitieve besluit neemt, worden vaak op hun aanraden één of meerdere geschiktheids-

onderzoeken uitgevoerd. Dergelijke onderzoeken hebben als voordeel dat de kwaliteit van strategie en organisatie kan worden bepaald en dat eventuele probleemgebieden vroegtijdig worden gesignaleerd. Slechts weinig bedrijven zeggen zich gedurende een aantal jaren bewust te hebben voorbereid op de beursgang. Hoewel de rol van participatiemaatschappijen in de voorbereiding niet duidelijk is, lijkt hun aanwezigheid als externe aandeelhouder de professionele ontwikkeling van de organisatie te bevorderen. Meer dan driekwart van de ondernemingen ontkent dat een gunstig beursklimaat invloed heeft gehad op de beslissing om naar de beurs te gaan.

Beursgangtraject

Nadat de voorbereidingen zijn afgerond, kan worden aangevangen met het noteringsproces van de aandelen. De activiteiten in deze fase kunnen worden onderverdeeld in twee hoofdgroepen, te weten de activiteiten voortvloeiende uit de formele regelgeving (due diligence onderzoek, schrijven van een prospectus et cetera) en die activiteiten die in direct verband staan met de marketing en waardering van de aandelen (roadshows, positionering, pricing et cetera). De publicatie van een prospectus dient verplicht vooraf te worden gedaan door de uitvoering van een due diligence-onderzoek. Het komt vaak voor dat ondernemingen naar aanleiding van de uitkomsten van dit onderzoek op een aantal punten verbeteringen aanbrengen. Meestal zijn dit kleine en relatief eenvoudige aanpassingen, zoals bijvoorbeeld het contractueel vastleggen van stilzwijgende afspraken. Het schrijven van een prospectus is een ingrijpend traject, waarin de rol van de ondernemingsleiding varieert. Vooraf de definitieve versie door alle partijen is goedgekeurd, zal er zeer veel overleg hebben plaatsgevonden. Het is dan ook niet ongewoon wanneer het definitieve document door meer dan twintig versies vooraf is gegaan. Vooral de juridische aspecten lijken hierbij steeds zwaarder te gaan wegen.

Een juiste waardering van de aandelen voorafgaand aan de introductie is van groot belang voor het uiteindelijke succes. De onderneming vervult in dit proces een meedenkende, een meewerkende of een onderhandelende rol. Het komt voor dat een voorlopige waardebeoordeling reeds bij de keuze van de leadmanager heeft meegespeeld. Een onderneming zal zich bewust moeten zijn van de verschillende belangen die de leadmanager kan hebben bij het be-

palen van de uiteindelijke prijs van het aandeel. De introductieprijs dient namelijk niet alleen naar tevredenheid te zijn van de onderneming, maar ook van beleggers. Een te hoge prijs zal de reputatie van de bank onder beleggers onherstelbaar beschadigen. Een eventuele belangen-tegenstelling kan op drie manieren worden opgevangen: door het laten uitvoeren van een zogenaamde 'second-opinion', door tijdens de waardering onafhankelijke adviseurs in de arm te nemen, of door beleggers groten-deels zelf de waarde te laten vaststellen door gebruik te maken van inschrijffrechten (de 'claim methode').

Tijdens de marketingcampagne zal het management van de onderneming zich duidelijk moeten profileren naar toekomstige beleggers. Dit betekende voor de helft van de ondervraagde ondernemingen dat de bedrijfsstrategie eerst nog moest worden formaliseerd. Het belang van goede communicatie richting beleggers wordt onderstreept door de directies van minder succesvol geïntroduceerde ondernemingen. Zij zijn van mening dat het tekort aan promotionele activiteiten resulteerde in een ongewenste beeldvorming bij beleggers.

Het beursgangtraject wordt in gemiddeld 5,5 maand doorlopen. Opvallend is dat ondernemingen met een participatiemaatschappij als aandeelhouder het beursgangtraject gemiddeld bijna anderhalve maand sneller hebben doorlopen dan ondernemingen zonder participatiemaatschappij. De reden voor deze kortere doorlooptijd kan zowel de investeringsselectie van de participatiemaatschappij zijn, als de invloed die een dergelijke aandeelhouder heeft op de ontwikkeling van de onderneming. Verder is kenmerkend voor grotere ondernemingen dat de beursgang op een projectmatige wijze wordt georganiseerd, waarbij meerdere disciplines zijn vertegenwoordigd. Kleinere ondernemingen organiseren het proces meer op een ad hoc-basis. Toch wordt door beide groepen de inspanning die een beursgang vergt vooraf vaak onderschat.

Leadmanager en andere partijen

Ondernemingen bepalen hun keuze voor een bepaalde leadmanager voornamelijk op basis van het gepresenteerde plan van aanpak en de voorlopige waardering. Daarnaast spelen ook vaak de ervaringen op het gebied van beursgangbegeleiding en de provisie die in rekening gebracht zal worden een rol bij het selectieproces. Verder

wordt aangegeven dat het diende 'te klikken' tussen de functionarissen van de bank en het management van de onderneming. Het syndicaat wordt over het algemeen samengesteld op advies van de bank. Het onderwriting-contract wordt meestal pas na beëindiging van de inschrijvingstermijn getekend, waardoor de waarde van de onderwriting-garantie voor ondernemingen zeer gering is. Op basis van de inschrijvingen is reeds bekend of de introductie zal slagen. Een onderdeel van het onderwriting-contract is de gebruikelijke greenshoe-optie. In de praktijk blijkt het gebruik van de greenshoe-optie door emissiebanken niet uniform. Onvoldoende afspraken op dit punt hebben achteraf geleid tot onduidelijkheden en problemen. Ondernemingen dienen zich vooraf zeer goed bewust te zijn van de inhoud en de gevolgen van gemaakte afspraken over de greenshoe-optie.

Ondernemingen zijn over het algemeen tevreden over de rol die externe adviseurs hebben vervuld gedurende het beursgangtraject. Bij de helft van de ondervraagde ondernemingen had de accountant tijdens de voorbereidingen een actieve rol als adviseur. Over het algemeen was er minder tevredenheid over de juristen die door de syndicaatsleider werden ingeschakeld. Volgens de geïnterviewden zou hun (te) hoge mate van formaliteit regelmatig vertragingen en irritaties hebben veroorzaakt.

Kosten

De kosten van het bankensyndicaat worden door de helft van de ondernemingen als te hoog ervaren. Dit geldt eveneens voor de tarieven van de ingeschakelde externe adviseurs. Verder is het opvallend dat meer dan de helft van de ondernemingen de belasting van de organisatie in de periode voor de notering, de zogenaamde opportunity costs, als substantieel omschrijft. Na de beursnotering bestaan de extra kosten voornamelijk uit verhoogde investor relations activiteiten en het produceren van jaarverslagen. Vooral voor kleinere ondernemingen zijn dit relevante kosten.

Beursgang en performance

Een goede voorbereiding en kritische beschouwing van de onderneming voorafgaand aan de beursgang kan waarde creëren. De verbeteringen scheppen ruimte voor het realiseren van hogere (dan op basis van de oude situatie door beleggers verwachte) resultaten na de beursgang, hetgeen zich uit in een out-performance van het aandeel.